

# SK COMPANY Analysis



Analyst  
박한서

sam4.park@sksecurities.co.kr  
02-3773-8477

## Company Data

자본금	188 십억원
발행주식수	3,787 만주
자사주	211 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,844 십억원
주요주주	
SK(외)	41.19%
국민연금공단	11.07%
외국인지분율	7.50%
배당수익률	1.00%

## Stock Data

주가(21/01/04)	101,500 원
KOSPI	2944.45 pt
52주 Beta	1.36
52주 최고가	101,500 원
52주 최저가	28,050 원
60일 평균 거래대금	29 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	17.2%	8.7%
6개월	64.5%	20.3%
12개월	103.6%	50.5%

## SKC (011790/KS | 매수(신규편입) | T.P 130,000 원(신규편입))

### 국내 유일무이 Specialty SKC, 한 단계 더 JUMP

4Q 영업이익은 719 억원이 예상돼 컨센서스를 상회하는 실적 기대. 코로나 19 수혜로 연장된 PO 강세 및 PG, PPG의 견조한 수요가 지속될 것으로 예상되기 때문. 또한, SK 넥실리스에서 나오는 동박의 이익기여도는 더욱 빠르게 증가할 것으로 전망. Specialty를 넘어 Hybrid로의 업그레이드까지 기대. 이에 동박의 Multiple 을 반영한 SOTP 그리고 내재가치 중심의 DCF를 혼합해 목표주가 130,000 원, 투자의견 매수를 제시함

### 화학, 동박 양대 산맥이 모두 좋을 4 분기

4 분기 매출액과 영업이익 추정치는 각각 8,165 억원, 719 억원이 예상돼 12/31 일 기준 컨센서스(7,774 억원 / 616 억원)를 상회할 것으로 예상한다. 화학의 경우 PO 가격은 3 분기 평균 \$1,826/t 에서 12 월 21 일 4Q 누적 \$2,469/t 을 기록하며 역사점 고점에 도달했다. 또한 4 분기 코로나 19로 인한 내구재 및 위생용 PG 수요가 지속돼 화학 실적 상승을 견인했을 것으로 추정된다. 동시에 최근 동박 생산실적은 최대 capacity 의 88% 에 도달하는 등 전기차 성장세와 동반한 판매량 증대로 모빌리티의 Jump 도 예상된다.

### 적기에 바톤 터치된 사업부의 무게: 화학 → 동박

이제까지 동사의 높은 영업이익률과 안정적인 실적을 견인해왔던 것은 화학 사업부로 확인된다. 그 이유는 사실상 70%에 가까운 PO 과점을 이루었기 때문이다. 다만, '18년 S-oil 등 경쟁사의 등장에 이전만큼의 입지를 유지하기 쉽지 않아졌다. 그럼에도 동사는 PIC 와 SKC PIC 글로벌 JV(51:49)를 설립해 화학의 무게를 줄이고, 그 재원을 동박이라는 신규성장 동력에 연결시켰다는 점에서 Hybrid로의 탈바꿈이 기대된다.

### 투자의견 매수, 목표주가 130,000 원, 신규 커버리지 개시

동사는 기존 화학의 견조한 실적에 더해 동박의 성장동력이 더해지면서 이전 보다 높은 Multiple 부여까지 가능한 상황이다. Valuation 은 사업부별 EV/EBITDA Multiple 을 별도로 부여한 SOTP 와 내재가치 중심의 DCF 를 혼합해 EV 6.7 조원을 산정했다. 이에 목표주가 130,000 원, 투자의견 매수로 신규 커버리지 개시한다.

### 영업실적 및 투자지표

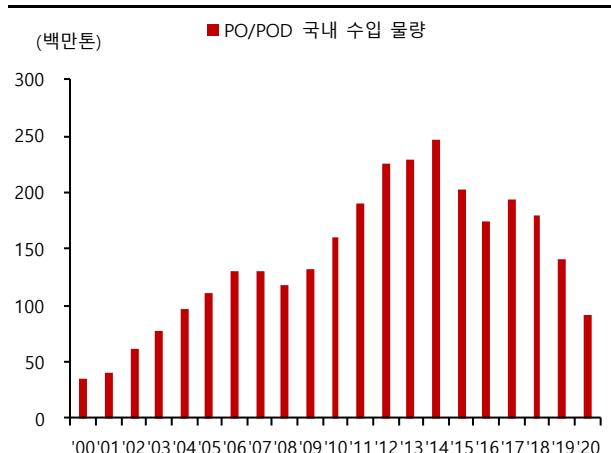
구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	2,654	2,768	2,540	2,857	2,977	3,231
yoY	%	12.5	4.3	-8.2	12.5	4.2	8.5
영업이익	십억원	176	201	155	205	294	330
yoY	%	17.7	14.5	-22.9	31.9	43.9	11.9
EBITDA	십억원	298	328	298	398	567	587
세전이익	십억원	181	182	73	198	197	228
순이익(자배주주)	십억원	110	121	60	91	119	143
영업이익률%	%	6.6	7.3	6.1	7.2	9.9	10.2
EBITDA%	%	11.2	11.9	11.8	13.9	19.0	18.2
순이익률	%	5.1	5.1	2.7	4.2	5.0	5.4
EPS(계속사업)	원	2,931	3,213	1,591	2,709	3,181	3,814
PER	배	16.0	11.1	32.1	34.7	31.9	26.6
PBR	배	1.2	0.9	1.2	1.9	2.0	1.9
EV/EBITDA	배	10.7	8.7	12.4	16.6	12.3	12.1
ROE	%	7.7	8.1	3.9	5.4	6.4	7.3
순차입금	십억원	1,241	1,296	1,598	2,791	2,873	2,929
부채비율	%	130.1	126.2	130.1	176.1	171.5	167.3

## 1. Highlight View 3

### (1) 당분간 좋을 PO 와 화학사업부

SKC 화학 사업부의 매력은 과점이다. SKC는 과거 2016년 국내 수입이 줄어드는 시점에 수출 대비 내수 판매가 크게 늘면서 점유율을 70% 이상까지 확보했다. 이러한 과점적인 지위와 견조한 수요가 현재의 PO 성장세를 마련했다. 하지만, 현재의 강한 위치에 변화가 생기고 있다. 국내 정유사 S-oil이 PO 생산을 2018년도부터 개시했기 때문이다. 또한 LG화학도 2021년도부터 PO 공장을 완공해 생산을 개시할 전망이다. 물론 한 순간에 현 위치를 잃을 것으로 보진 않는다.

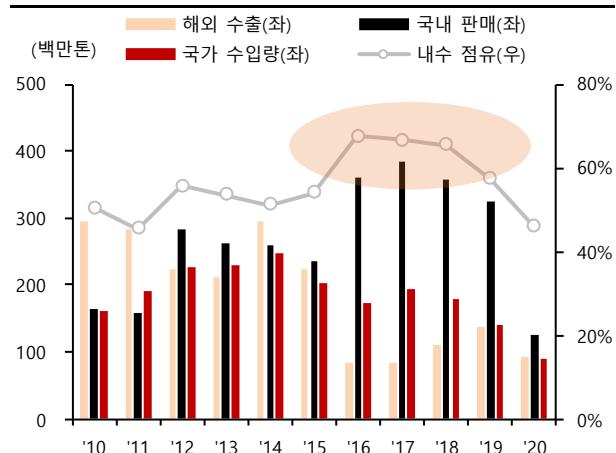
국내 PO/POD 수입량



자료: Kotis, SK 증권

주: 2020년은 6월 누적 기준

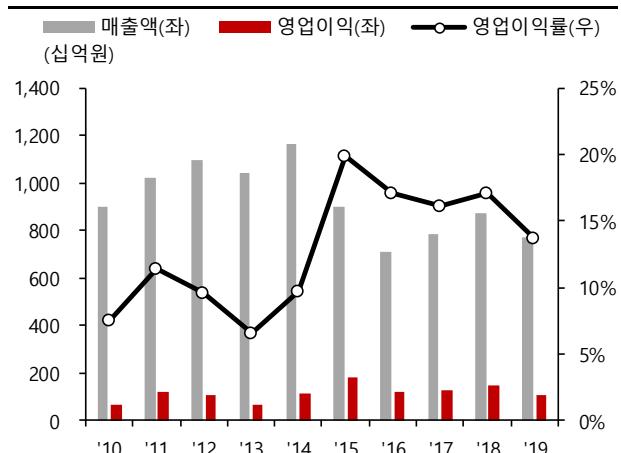
SKC 내수 점유율 추정 70% 이상



자료: Kotis, SK 증권

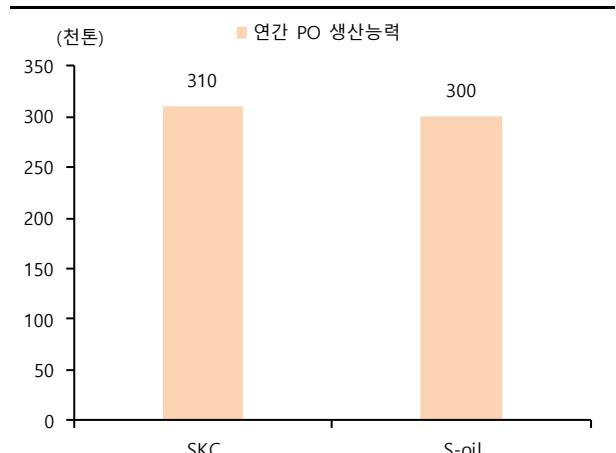
주: 2020년은 6월 누적 기준, SKC 물량은 추정치

SKC 화학 사업부 실적



자료: Bloomberg, SK 증권

S-oil의 2018년도 PO 생산 시작



자료: SKC, S-oil, SK 증권

SKC는 내수 시장 경쟁자 출현에 대한 준비로 내수 이외의 해외 판로 개척에 힘쓰고 있기 때문이다. 2015년에는 미쓰이화학과 합작사인 MCNS를 설립했고, 인도 등 각지에 폴리우레탄 시스템하우스를 확보 중이다. 간략하게만 표현하면 시스템하우스는 PO를 가공해 고객 맞춤형 폴리올(Polyol 등)을 생산하는 공장이다. 즉, 시스템하우스의 확장은 곧 SKC PO의 수출과도 직결될 수 있는 부분이라는 점에서 중요하다.

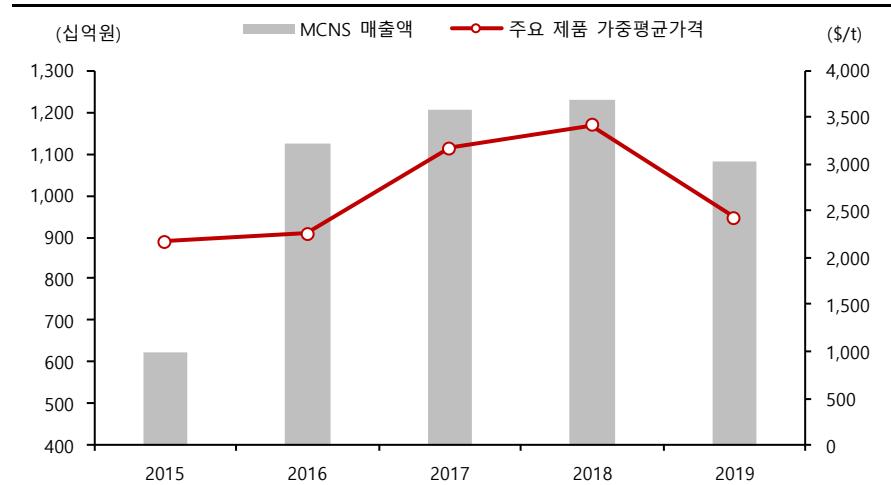
MCNS 매출은 2019년에 주요 제품(MDI, TDI, PPG)의 가격 하락에 감소했으나 향후 시스템하우스 추가 확장(11 → 14개) 목표 등에 힘입어 개선 가능하다는 판단이다.

#### MCNS 국내외 사업장 현황



자료: MCNS

#### MCNS 연도별 매출 및 주요 제품 가중평균가격 추이

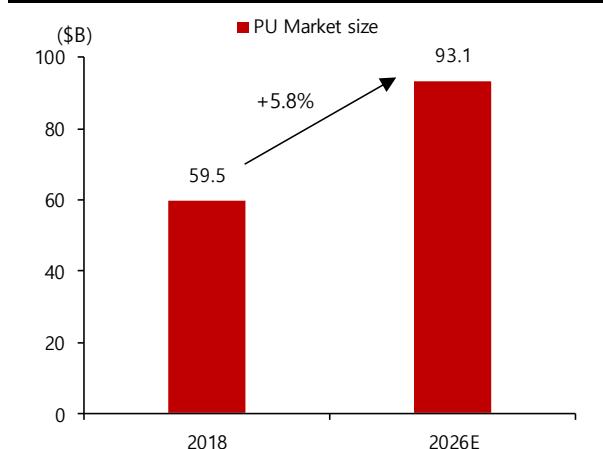


자료: MCNS, KOTIS, Cischem, SK 증권

또한, PO 및 폴리우레탄에 대한 수요는 당분간 견조할 것으로 기대된다. Global market insights 에 따르면 2018 년 \$ 59.5 B 에서 2026 년 \$ 93.1 B 까지 성장해 2018~2026E CAGR 약 +5.8%가 예상된다.

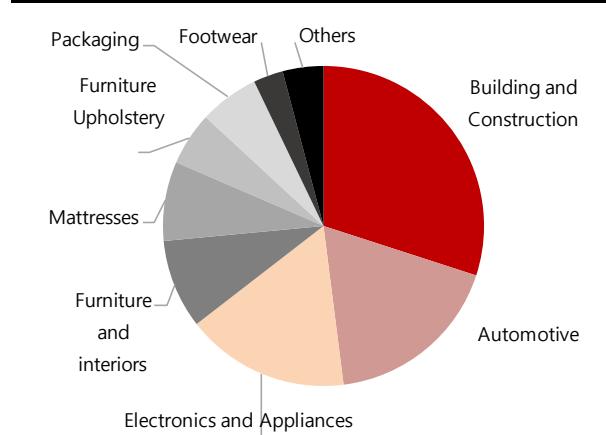
그리고 이러한 성장세를 이끄는 것은 최종 제품 산업군 기준으로 건설과, 자동차, 가전기기/전자제품, 가구가 있다. 건축 분야에서 폴리 우레탄은 단열재 등으로 쓰이는데 유럽 및 중국의 건설 경기 회복에 폴리우레탄 수요도 점진적으로 증가할 것으로 기대 된다. 또한, 자동차와 가전 쪽에서도 견조한 수요가 예상되는 바이다.

글로벌 폴리우레탄 시장 전망치 2018~2026E CAGR +5.8%



자료: Global market insights, SK 증권

폴리우레탄 End-use Volume(%)



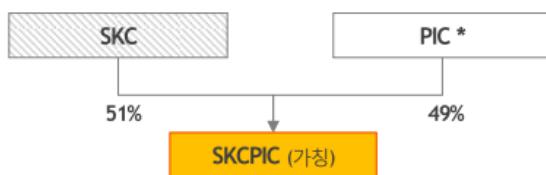
자료: Mador Intelligence, SK 증권

그럼에도 앞서 이야기 했듯이 든든한 베풀목이었던 내수 시장에 경쟁자가 생겨났기 때문에 과거의 ‘화학’을 유지하긴 쉽지만은 않다. 또한, 경쟁자가 늘어나는 만큼 더 이상 화학사업부의 과점적인 위치만으로 전사 실적의 성장동력을 제시하기는 힘들다는 판단이다.

다행히도 SKC는 이를 해소하기 위해 사업부의 변화를 꾀했다. 먼저, SK PIC 글로벌 합작사(49%:51%) 설립 및 지분매각을 통해 해외수출을 확대하고 투자의 재원을 마련한다는 대책을 세웠다. 동시에 합작사를 통해서 글로벌 역량을 강화하고, Value-chain 을 확장하겠다 발표했다.

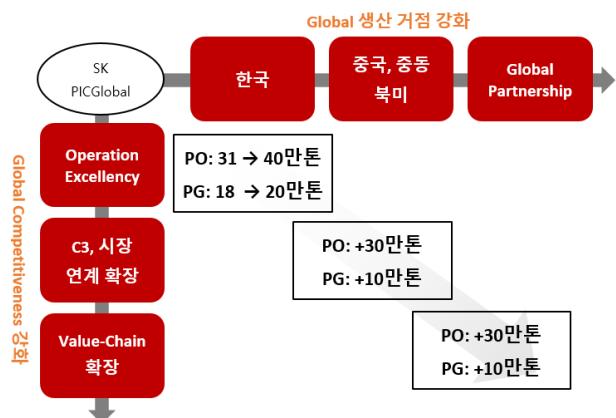
현재의 31만톤에 달하는 PO 생산 능력을 향후 100만톤까지 확대할 방침이다. 그리고 PO PG 생산능력 확대의 매출 채널이 위에서 언급한 MCNS의 확장으로 연결될 전망이다.

2019년 3분기 공개된 화학 사업 분할 및 JV 설립(현 SK PIC 글로벌)



자료: SKC, SK 증권

화학 사업 Global 확장 계획



자료: SKC, SK 증권

4분기 화학 사업부 실적은 강한 PO 가격 상승세에 힘입어 높은 이익이 예상된다. PO 가격은 3분기 평균 \$1,826/t에서 12월 21일 누적 평균 2,469/t을 기록해 35% 급등했다. 또한 PG도 가격 상승세(\$1,083.9/t → 11월 누적 \$1,428.8/t)가 지속되고 있다 는 점도 긍정적이다. 상반기에는 위생용 PG의 수요 그리고 완성차 공장 가동회복에 따른 폴리우레탄 수요에 견조한 실적이 지속될 것으로 판단한다.

경쟁자의 출현으로 이전의 과점 메리트는 축소될 전망이나, 앞서 제시한 견조한 폴리우 레탄 시장, MCNS를 통한 해외 판로 개척 그리고 JV 설립을 통한 경쟁력 강화로 당분 간 CASHCOW의 역할은 충분히 해낼 수 있을 것으로 판단한다.

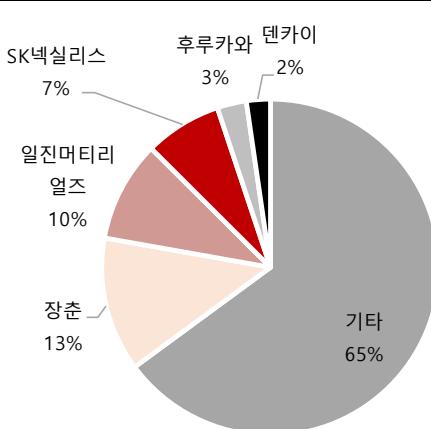
## (2) 강한 모멘텀이 기대되는 Mobility 소재, '동박'

SKC는 KCFT(현 SK 네실리스)를 인수한 이후 '동박사업'에 뛰어들었다. 앞으로 시장의 기대에 부합해 큰 성장동력이 될 것으로 기대되는 사업부이다. 동박은 2 차전지의 음극 기판으로 쓰이는 재료로, 구리를 얇게 도포해 그 위에 음극재인 흑연을 덮는다. 동박의 역할은 충전 시에 집전체로써 양이온을 가둬두고 방전 시에 양이온(+)을 내놓으면서 전자(-)를 다시 반대 쪽으로 보내는 역할을 한다. 그만큼 집전체로써 전기전도성의 성능이 좋아야 하며 가격, 두께 면에서 우수해야 한다. 두께가 얇아야 추가 공간을 확보해 음극 활물질을 더 채울 수 있기 때문이다. SKC는 도금 방식의 전해동박을 주로 생산하며, 4  $\mu\text{m}$  초극박 두께를 생산할 만큼 기술력이 높다.

현재 글로벌 동박 시장은 중국의 장춘(13%)이 가장 높은 점유율을 확보하고 있고, 다음으로 일진머티리얼즈(10%) 그리고 SKC(7%)가 시장 내 지위를 확보하고 있다. 그리고 동박시장은 앞으로 전기차 시장의 성장에 힘입어 2025년 12.8조원 규모의 시장을 형성할 것으로 전망되고 있다. SKC가 동박에 대한 투자를 서두르는 이유이다.

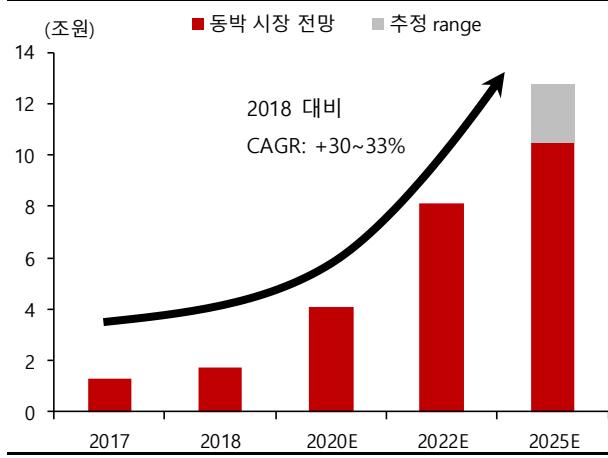
SKC(SK 네실리스)는 제4공장을 보유하고 있으며 연간 5.2만톤의 생산능력을 보유하고 있다. 향후에는 제5공장, 제6공장을 증설해 2022년 연간 약 1.8만톤의 추가 생산능력을 확보할 예정이다. 즉 합계 2022년 연간 7만톤에 달하는 생산능력을 확보할 수 있을 것으로 전망된다.

글로벌 동박 점유율



자료: 일진머티리얼즈, SK증권

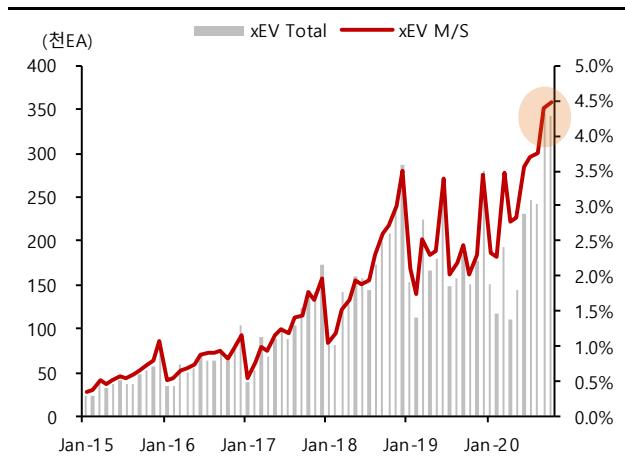
글로벌 동박 시장 전망: 2025년 12.8조원 전망



자료: SNE 리서치, SK증권

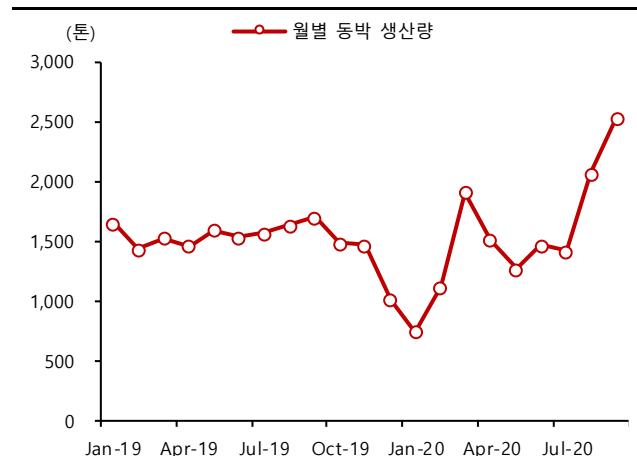
그리고 현재 제4공장이 풀가동 상태에 이룸에 따라 매출의 추가 상향 그리고, 수익성 개선이 예상된다. 지난 9월 생산능력 2.5 천톤에 도달, 전체 Capacity 연 3.4만톤 기준 88%를 넘는 생산실적을 보여주고 있다. 또한 글로벌 전기차 판매량은 월간 30만대를 넘어서며 전세계 자동차 판매량에서 4.4%를 상회하는 것으로 파악된다.

글로벌 전기차 판매량



자료: EV Sales, SK 증권

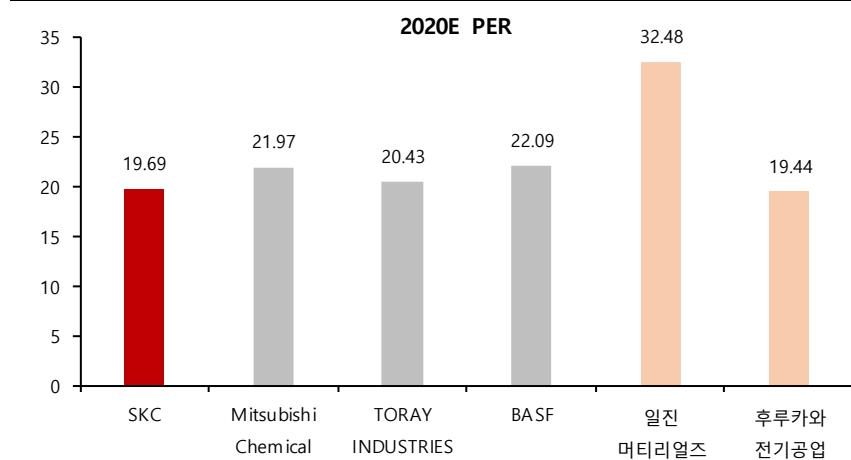
월별 동박 생산량 추이



자료 SKC, SK 증권

문제는 앞으로 동박의 가치를 추가적으로 부여받을 수 있을까에 대한 부분이다. 이미 시장에서는 동박 그리고 2차전지에 대한 프리미엄이 반영된 부분이 있기 때문이다. 그럼에도 글로벌 스페셜티 기업 기준으로 valuation 은 상향될 여지가 충분하다는 판단이다. 주요 스페셜티/하이브리드 기업으로 뽑히는 미쓰비시, 도레이, 바스프의 PER 를 보면 평균 21.2을 기록하고 있다. 그리고 국내 동박 회사 중 긴 생산 이력을 보유한 일진 머티리얼즈는 32.4를 넘어섰다. 즉, 추가적인 상방은 열려있다는 생각이다.

Hybrid 로의 Multiple, 길게는 동박 Multiple의 여지도 존재



자료 Bloomberg, SK 증권 / 주 2020년 10월말 기준 산정

실적 측면에서도 SK 넥실리스 영업이익은 빠르게 올라올 것으로 예상된다. 2019년 영업이익이 약 1,550억원 수준인데 2023년 SK 넥실리스에서만 약 1,420억원의 영업이익이 발생할 것으로 기대된다. 이는 Multiple 상향을 바라볼 근거가 되리라 판단한다.

### SK 넥실리스 이익 추정치

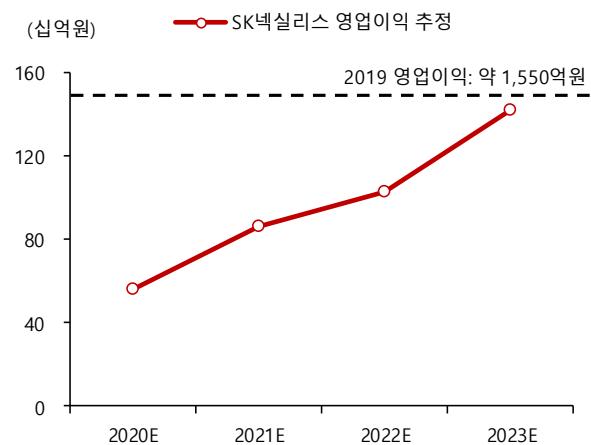
(만톤)	2020	2021E	2022E	2023E
SKC 생산능력	3.4	4.3	5.2	7.7
글로벌 주요업체 동박 생산능력 추정	22.2	29.1	39.0	50.5
점유율 가정	15.3%	14.8%	13.3%	15.3%
글로벌 시장 크기(조원)	4.1	5.8	8.1	9.5
예상 매출 MAX(조원)	0.63	0.85	1.08	1.45
매출 전망(십억원)	364	496	627	841
이익 전망(십억원)	56	86	103	142
영업이익률	15.4%	17.4%	16.4%	16.9%

주1: 2023년 생산능력은 2025년 현 수준의 3.5배 목표 적용 / 이익률은 18~20E Base 추정

주2: 점유율은 시장 점유율과 상이, 매출 추정 시 19 기준 요율(1.7) 적용

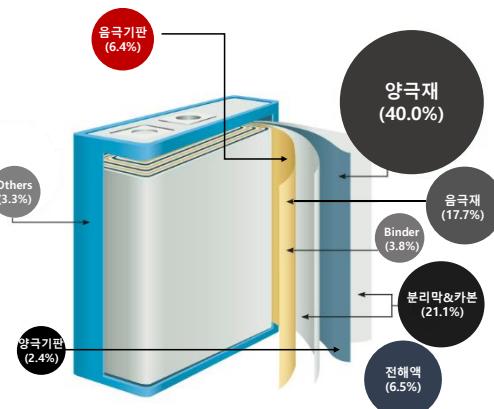
자료: SNE 리서치, SK 증권 추정

### SK 넥실리스 영업이익 추정치



자료: SK 증권

### 음극기판(동박)의 원가비중(=시장비중)은 약 6.4%



자료: Energies 2019, SK 증권

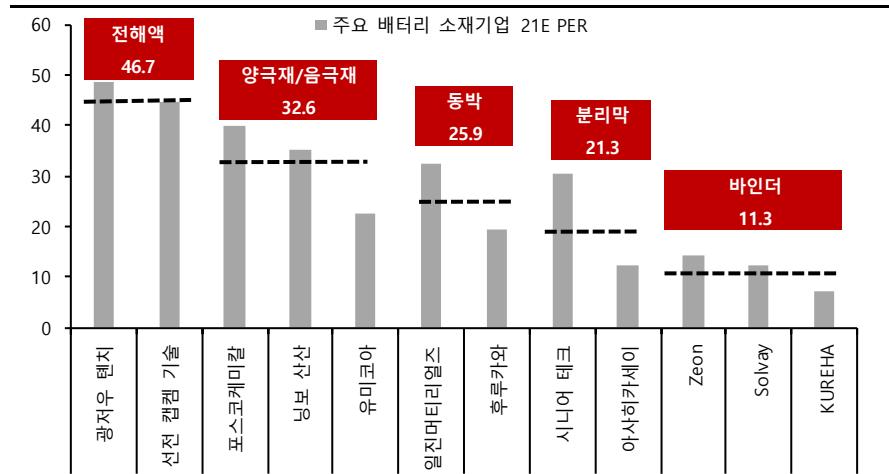
또 하나 알아야 할 포인트가 있다. 바로 ‘동박’이 가진 배터리 소재로써의 매력이다. Energies에서 공개한 자료를 가공해보면 동박(음극기판)은 배터리 전체에서 원가 비중이 약 6.4% 정도로 계산된다. 즉, 배터리 시장의 성장에 유사한 수준의 성장 비중을 가져갈 것으로 예상된다. 이는 전체 기준에서도 작은 부분이 아니다. 양극재/음극재/분리막 다음으로 전해액(6.5%)과 함께 큰 부분을 차지한다.

또한, 동박은 2022년을 기점으로 수요가 공급을 넘어설 것으로 전망되고 있다. 그만큼 Seller Market에 가까운 소재이다. 기술적 난이도도 타 소재 대비 높은 수준에 해당하는 것으로 파악된다. 경쟁업체의 진입의 리스크가 낮다는 점에서 배터리 소재 자체로도 매력이 높다는 판단이다.

그렇다면 배터리소재 중 동박은 시장에서 어느정도 가치를 인정받고 있을까? 크게 전해액, 양극재/음극재, 동박, 분리막, 바인더 5 가지로 소재를 분류해 주요 기업들의 2021년 fwd PER를 기준으로 나열해보았다. 전해액 기업에는 광저우 텐치, 선전 캡켐 기술 / 양극재 및 음극재 생산 기업에는 포스코케미칼, 낭보 산산, 유미코아 / 동박 기업에는 일진머티리얼즈, 후루카와 / 분리막 기업엔 시니어 테크, 아사히카세이 / 바인더 기업에는 Zeon, Solvay, KUREHA를 포함시켰다.

산출 결과 전해액이 46.7로 가장 높았고 동박이 25.9를 기록했다. 이를 이유로 무조건적인 프리미엄 상향을 이야기할 수는 없지만 개선 여지는 이야기할 수 있다. 전해액과 비교해 유사한 시장 사이즈를 가진 동박. 그리고 Seller Market에 가까운 동박의 특성을 감안하면 배터리 소재로써 Multiple 상향의 여지는 열려있다는 판단이다.

#### 주요 배터리 소재별 Valuation 평가 – Multiple 상향 여지 존재



자료 Bloomberg, SK 증권

주: 2020년 10월말 기준 산정

### (3) 반도체 성장과 궤를 같이할 반도체 소재 기대감

또 하나 SKC 가 키우고 있는 사업부가 바로 반도체 소재 사업부이다. 반도체 소재 사업부는 크게 SKC 솔믹스 + SK 텔레시스를 중심으로 한 세라믹 부문 그리고 본사 중심의 CMP 패드 및 슬러리 부문이다.

세라믹 소재에는 Si, SiC, Quartz 류 등이 있다. 그리고 이들은 반도체 제조 장비의 소재로 투입된다. SKC 솔믹스가 제공한 자료에 따르면 짧게는 200 시간 그리고 길게는 1년으로 소모성을 가진 소재들이다. 따라서 반도체 시장의 성장과 그 궤를 같이 할 것으로 판단한다. 거기에 최근 SKC 솔믹스를 비상장으로 전환, 100% 자회사 전환을 했다. 1 분기내로 절차를 마무리할 예정으로 반도체 소재 부문을 더욱 키우려는 의지로 확인된다.

또한 소재에 더해 CMP 패드 분야의 확대가 예상된다. 올해 2 분기부터 천안 제2 공장이 양산이 개시되면 CMP 의 생산능력은 기존 연간 5 만매에서 12 만매까지 점진적인 생산 확대가 전망된다. 최근 메모리 반도체 적층수 증가에 CMP 패드 및 슬러리 수요도 양호할 것으로 판단한다.

#### SKC 세라믹 소재 용도: 챔버 내 장비 소재

주요 제품군	특징
Si	Hot edge ring(200 시간) ~ Electrode(500 시간)
SiC	Upper ring(500 시간) ~ Baffle(6 개월~1년)
Al2O3	Upper/Lower Confinement Ring(300 시간) Lift Pin(3 개월) Inner/Outer Focus Ring(6 개월)

자료: SKC 솔믹스, SK 증권

#### SKC 솔믹스 통합으로 반도체 소재 부문 강화

SKC, 반도체 소재·부품 SKC 솔믹스로 통합

23 일 SKC는 이사회를 열고 반도체 소재·부품 사업을 SKC 솔믹스에 현물 출자하기로 했다. 대상은 CMP 패드, 블랭크 마스크, 웨트 케미칼 등이다. 평가금액은 약 1513 억원이다.

법원 인가 결정, 기업결합 신고 등 필요한 사전 절차는 내년 1분기 까지 마친다. 이후 SKC 솔믹스가 별행하는 신주 8094 만여주를 받으며 모든 절차를 마무리할 방침이다. SKC 솔믹스는 통합 이후 SKC 반도체 분야 투자사로 사업을 확장한다는 계획이다.

자료 Thelec(2020.12.23), SK 증권

## 2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체	실적 전망							(단위 : 십억원, %)		
	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	YoY	QoQ	2019	2020E	2021E
매출액	707.1	661.1	656.2	723.5	816.5	15.5%	12.9%	2,539.8	2,857.3	2,977.3
영업이익	33.2	27.4	49.9	55.3	71.9	116.3%	30.0%	155.1	204.6	294.5
영업이익률	4.7%	4.2%	7.6%	7.6%	8.8%	4.1%	1.2%	6.1%	7.2%	9.9%
세전이익	-5.2	141.2	14.3	23.1	19.8	흑전	-14.4%	73.3	198.4	196.5
세전이익률	-0.7%	21.4%	2.2%	3.2%	2.4%	3.2%	-0.8%	2.9%	6.9%	6.6%
지배순이익	5.7	79.2	-3.0	2.6	12.3	116.2%	376.9%	59.7	91.2	119.4
지배주주순이익률	0.8%	12.0%	-0.5%	0.4%	1.5%	0.7%	1.2%	2.4%	3.2%	4.0%
<b>사업부별 매출액</b>										
Industry 소재(구 필름)	244	256	230	273	276	13.3%	1.1%	1,022	1,035	934
Mobility 소재	0	71	76	103	114	-	10.3%	-	364	496
반도체소재	93	84	101	104	111	19.9%	6.4%	332	400	520
화학	188	188	163	185	206	9.6%	11.6%	777	743	758
기타	135	62	86	58	109	-19.4%	88.1%	416	315	270
<b>사업부별 영업이익</b>										
Industry 소재(구 필름)	49	11.3	13.8	16.9	17.0	246.5%	0.5%	33.8	59.0	63.4
이익률	2.0%	4.4%	6.0%	6.2%	6.1%	4.1%	0.0%	3.3%	5.7%	6.8%
Mobility 소재	-	6.7	13.1	15.2	21.1	-	38.9%	-	56.1	90.0
이익률	-	9.4%	17.2%	14.7%	18.6%	-	3.8%	-	15.4%	18.2%
반도체소재	-4	1.1	3.9	6.3	4.8	흑전	-23.4%	-4.8	16.1	32.7
이익률	-4.3%	1.3%	3.9%	6.0%	4.4%	8.7%	-1.7%	-1.4%	4.0%	6.3%
화학	23.8	17.5	22.4	25.3	28.3	19.0%	12.0%	105.5	93.5	119.8
이익률	12.6%	9.3%	13.7%	13.7%	13.7%	1.1%	0.0%	13.6%	12.6%	15.8%
기타	5.4	-6.4	-3.3	-8.4	0.7	-87.8%	흑전	20.6	-17.4	-11.5
이익률	4.0%	-10.3%	-3.8%	-14.5%	0.6%	-3.4%	15.1%	5.0%	-5.5%	-4.2%

자료: SKC, SK 증권 추정

### 3. Valuation

SOTP Valuation

(단위: 십억원)

사업부	12M Fwd EBITDA	Target EV/EBITDA	Fair Value	비고
화학	195	8.4	837	화학사업부 이익 중심 * PIC 글로벌 51% 지분 반영"
Mobility	139	13.3	1,849	일진머티리얼즈, 두산솔루스
인더스스트리 소재	156	6.7	1,043	"PET Film 주요 Peer Ester Industries, Toray, 코오롱인더"
반도체 소재	84	17.0	1,426	SKC 솔믹스 기준 추정
통신	15	13.5	197	슬리드
Peer Valuation 영업가치 (A*1)			5,352	
DCF 영업가치 (A*2)			8,193	* 3년추정 / 7년(+3.5%) / 20년(+3.0%) / 1% 영구성장
추정 Enterprise Value(A)			6,773	A*1, A*2 평균
순부채(B)			2,346	3Q20
우선주 시가총액(C)			0	2021-01-04 기준
관계주식(D)			231	3Q20
보통주 유통 주식수(천주)(E)			35,421	
추정 금액(원) [= (A-B-C+D)/E]			131,499	
Target price(원)			130,000	
현 주가(원)			101,500	2021-01-04 기준
Upside(%)			28%	

자료: SK 증권 추정

DCF Valuation					(단위: 십억원)
FCF	2021E	2022E	2023E	Terminal Value	
Forecasted Value	-3	27	123	9,223	
Discounted Value as of 4Q20E	-3	25	109	5,398	
Sum of Discounted Value(A)	5,529				
2020E EBITDA(B)	398				
<b>Target EV/EBITDA(=A/B)</b>	<b>14</b>				
12M fwd EBITDA	589				
<b>Enterprise Value (DCF*)</b>	<b>8,193</b>				
g* Average Growth rate	3.5%	* '24~'30			
g** Average Growth rate	3.0%	* '30~'50			
g (Implied growth rate)	1.0%				
<b>WACC</b>	<b>4.1%</b>				
<b>Cost of equity</b>	6.9%	* 5년 평균			
Risk Free rate	2.1%				
Market Risk Premium	5.0%				
Beta	0.95				
<b>Cost of Debt</b>	3.4%	* 2020년 추정			
Target Debt/Equity	183%	* 3Q20			
Weight of Equity	0.4				
Weight of Debt	0.6				

자료: SK 증권 추정

주: Risk Free Rate는 미 국채 10년물 5년 평균



## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	910	993	1,279	1,297	1,383
현금및현금성자산	160	80	88	66	66
매출채권및기타채권	344	379	437	456	495
재고자산	353	386	445	464	504
<b>비유동자산</b>	2,923	2,980	4,409	4,571	4,726
장기금융자산	6	7	3	3	3
유형자산	1,979	2,116	2,434	2,706	2,932
무형자산	233	255	1,372	1,279	1,206
<b>자산총계</b>	3,833	3,973	5,688	5,868	6,109
<b>유동부채</b>	1,082	1,043	1,828	1,855	1,908
단기금융부채	615	681	1,354	1,364	1,380
매입채무 및 기타채무	388	297	343	358	388
단기충당부채	1	9	10	11	12
<b>비유동부채</b>	1,057	1,203	1,800	1,852	1,915
장기금융부채	843	1,007	1,543	1,593	1,634
장기매입채무 및 기타채무	3	2	2	2	2
장기충당부채	4	4	5	6	6
<b>부채총계</b>	2,138	2,247	3,628	3,707	3,823
<b>지배주주지분</b>	1,533	1,559	1,839	1,910	2,004
자본금	188	188	188	188	188
자본잉여금	140	141	332	332	332
기타자본구성요소	-108	-108	-62	-62	-62
자기주식	-62	-62	-62	-62	-62
이익잉여금	1,325	1,350	1,405	1,489	1,597
<b>비지배주주지분</b>	162	167	221	251	282
<b>자본총계</b>	1,695	1,726	2,060	2,161	2,286
<b>부채와자본총계</b>	3,833	3,973	5,688	5,868	6,109

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	271	73	29	493	481
당기순이익(순실)	141	67	121	149	173
비현금성항목등	201	252	250	418	414
유형자산감가상각비	119	134	160	158	164
무형자산상각비	8	9	33	114	93
기타	42	45	-176	13	13
운전자본감소(증가)	-31	-212	-301	-27	-51
매출채권기타채권의 감소증가)	21	-21	-9	-18	-39
재고자산감소(증가)	-52	-32	-60	-19	-40
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	23	-105	33	14	30
기타	-23	-54	-264	-4	-3
법인세납부	-39	-34	-42	-48	-55
<b>투자활동현금흐름</b>	-201	-247	-1,245	-440	-402
금융자산감소(증가)	-1	-7	-11	0	0
유형자산감소(증가)	-181	-254	-379	-430	-390
무형자산감소(증가)	-19	-26	-21	-21	-21
기타	0	39	-835	11	9
<b>재무활동현금흐름</b>	-86	93	693	-74	-79
단기금융부채증가(감소)	-499	-184	71	9	16
장기금융부채증가(감소)	499	374	978	50	41
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-35	-39	-39	-35	-35
기타	-52	-59	-316	-98	-100
현금의 증가(감소)	-16	-80	8	-22	1
기초현금	176	160	80	88	66
기말현금	160	80	88	66	66
FCF	58	-214	-128	18	45

자료 : SKC, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	2,768	2,540	2,857	2,977	3,231
<b>매출원가</b>	2,289	2,097	2,311	2,329	2,518
<b>매출총이익</b>	479	443	547	649	713
매출총이익률 (%)	17.3	17.4	19.1	21.8	22.1
<b>판매비와관리비</b>	278	288	342	354	384
<b>영업이익</b>	201	155	205	294	330
영업이익률 (%)	7.3	6.1	7.2	9.9	10.2
<b>비영업손익</b>	-19	-82	-6	-98	-102
순금융비용	51	55	90	90	94
외환관련손익	-1	2	4	4	4
관계기업투자등 관련손익	63	-1	-21	-1	-1
<b>세전계속사업이익</b>	182	73	198	197	228
세전계속사업이익률 (%)	6.6	2.9	6.9	6.6	7.1
<b>계속사업법인세</b>	41	6	67	48	55
<b>계속사업이익</b>	141	67	131	149	173
<b>중단사업이익</b>	0	0	-10	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	141	67	121	149	173
순이익률 (%)	5.1	2.7	4.2	5.0	5.4
<b>지배주주</b>	121	60	91	119	143
지배주주귀속 순이익률(%)	4.36	2.35	3.19	4.01	4.43
비지배주주	20	8	30	30	30
총포괄이익	134	70	108	136	160
지배주주	114	61	78	106	130
비지배주주	20	8	30	30	30
<b>EBITDA</b>	328	298	398	567	587

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	4.3	-8.2	12.5	4.2	8.5
영업이익	14.5	-22.9	31.9	43.9	11.9
세전계속사업이익	0.8	-59.7	170.5	-0.9	15.9
EBITDA	10.0	-9.0	33.2	42.5	3.5
EPS(계속사업)	9.6	-50.5	70.3	17.4	19.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	8.1	3.9	5.4	6.4	7.3
ROA	3.8	1.7	2.5	2.6	2.9
EBITDA마진	11.9	11.8	13.9	19.0	18.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	84.2	95.2	69.9	69.9	72.5
부채비율	126.2	130.1	176.1	171.5	167.3
순차입금/자기자본	76.5	92.6	135.5	132.9	128.2
EBITDA/이자비용(배)	6.3	5.3	4.1	5.8	5.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	3,213	1,591	2,709	3,181	3,814
BPS	40,835	41,542	49,002	50,883	53,396
CFPS	6,592	5,410	7,571	10,434	10,667
주당 현금배당금	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	15.3	32.1	35.8	31.9	26.6
PER(최저)	10.0	19.1	10.4	31.9	26.6
PBR(최고)	1.2	1.2	2.0	2.0	1.9
PBR(최저)	0.8	0.7	0.6	2.0	1.9
PCR	5.4	9.4	12.4	9.7	9.5
EV/EBITDA(최고)	10.2	12.4	16.8	12.3	12.1
EV/EBITDA(최저)	8.3	9.8	10.3	12.3	12.1